

MASALAH KEAGENAN DAN SIMULTANISASI PEMBUATAN KEPUTUSAN KEUANGAN

Sri Budiwati Wahyu Suprati¹
Ni Luh Herawati²

Abstract: Agency and Making Problem Simultanisasi Financial Decision. *The purpose of this study was to examined the interdependency correlation among dividend payout, leverage, insider ownership and institutional ownership to minimize agency cost on firms. This study used 48 sample manufactured firms that list on Indonesian Capital Market in 2004 period. The results showed that the simultaneous of financial decisions making that proxied by dividends payout, leverage, insider ownership and institutional ownership to minimize agency cost was not proved. But it showed that risk² and fixed assets have significantly positive effect to debt, institutional ownership and ROA have significantly positive to dividends payout, institutional ownership and size have significantly negative effect to insider ownership, and dividends payout have significantly positive effect to institutional ownership.*

Abstrak: Masalah Keagenan dan Simultanisasi Pembuatan Keputusan Keuangan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji hubungan interdependensi antara pembayaran dividen, leverage, kepemilikan insider dan kepemilikan institusional untuk meminimalkan agency cost pada perusahaan. Penelitian ini menggunakan 48 sampel yang diproduksi perusahaan yang daftar di Pasar Modal Indonesia pada periode 2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa simultan dari keputusan keuangan yang membuat proxy dengan dividen payout, leverage, kepemilikan insider dan kepemilikan institusional untuk meminimalkan agency cost tidak terbukti. Tapi itu menunjukkan bahwa aset and fixed risiko ² berpengaruh signifikan positif terhadap utang, kepemilikan institusional dan ROA secara signifikan positif terhadap dividen payout, kepemilikan institusional dan ukuran berpengaruh signifikan negatif terhadap kepemilikan insider, dan dividen payout berpengaruh signifikan positif terhadap kepemilikan institusional.

Kata Kunci: agency cost, dividend payout, leverage, kepemilikan insider, kepemilikan institusional

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham dapat dicapai apabila pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaannya kepada para profesional yang disebut sebagai manajer atau *agent*, sedangkan para pemilik disebut sebagai *principal*. Para manajer diharapkan dapat melakukan tindakan yang terbaik bagi perusahaan dalam upayanya memaksimumkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. Pada kenyataannya seringkali manajer lebih mengutamakan kepentingan mereka sendiri daripada kepentingan pemilik saham, yang pada akhirnya memunculkan konflik keagenan antara *principal* dan *agent*. Untuk

¹ Dosen Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta, email : budiwati.mincuk@yahoo.com

² Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta.

mengantisipasi munculnya konflik tersebut, pemilik bisa mengeluarkan biaya untuk memonitor aktivitas manajemen berupa *agency cost*. Sementara pihak manajemen memiliki kecenderungan untuk menggunakan *excess cash flows* guna meningkatkan kekuasaannya melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites* (Sartono, 2001).

Menurut Sartono (2001), terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Alternatif pertama adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Saat manajer memegang sedikit modal dalam perusahaan dan *shareholders* memaksakan agar manajer memaksimalkan nilai perusahaan, maka aset korporasi akan dipergunakan demi kepentingan manajer yakni tindakan *perquisites* daripada *shareholders*. Kepentingan manajerial ini dilakukan dengan tujuan mencapai pertumbuhan perusahaan, pembangunan, dan kesejahteraan karyawan.

Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividend payout*, sehingga *free cash flow* yang tersedia tidak berlebih. Hal ini akan memaksa manajemen mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak luar seperti pengawas pasar modal, *investment banker* dan investor. Alternatif ketiga adalah meningkatkan pendanaan dari utang (*debt*). Peningkatan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dan manajemen. Harvey (2003) menyatakan bahwa dalam keadaan yang equilibrium, konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajemen menimbulkan pemisahan kontrol dan kepemilikan, juga terjadi *information asymmetries*. Dalam keadaan ini, Stulz (1990), Hart and Moore (1995), dan Zwiebel (1996) menyarankan penggunaan obligasi dapat membantu mengatasi investasi dengan *free cash flow* yang berlebihan. Penggunaan utang juga akan menurunkan *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Penggunaan utang, juga menyebabkan terciptanya nilai karena memberikan manajemen suatu kesempatan untuk menunjukkan keinginannya dalam membayarkan aliran kas atau diawasi oleh pihak pemberi pinjaman dan pemegang saham (Diamond, 1991b).

Menurut Pozen (1994), *institutional owners* mempengaruhi pembuatan keputusan manajerial, yang mencakup diskusi informal dengan manajemen dalam kontrol perusahaan. Pengawasan oleh *institutional investors* mengurangi masalah keagenan dan juga memengaruhi baik saham-saham pihak dalam, utang perusahaan dan keputusan dividen (Crutchley et al., 1999).

Beberapa artikel empiris membuktikan bahwa pengambilan keputusan keuangan seperti *dividend*, *leverage*, dan *insider ownership* memengaruhi masalah keagenan. Kebijakan dividen berguna dalam mengurangi biaya keagenan. Harvey et al., (2003) membuktikan bahwa *debt* dapat menciptakan nilai pemegang saham untuk perusahaan-perusahaan yang menghadapi potensi biaya keagenan manajerial yang tinggi. Han, Lee, dan Suk (1999) menyatakan bahwa derajat kepemilikan lembaga (*institutional ownership*) dapat memiliki efek terhadap *agency cost*. *Institutional* merupakan pembuat keputusan profesional yang tahu bagaimana menilai kinerja perusahaan dan mengawasi manajemen. Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa *insider ownership* dapat mengurangi *agency cost* dalam perusahaan.

Keputusan-keputusan keuangan seperti *dividends*, *leverage*, *insider ownership*, *institutional ownership* secara simultan dapat memengaruhi masalah keagenan dalam meminimalkan *agency cost*. Penelitian Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) yang menguji tiga keputusan keuangan manajerial yaitu *leverage*, *dividend*, dan *insider ownership* dalam sistem yang simultan menemukan bahwa *leverage* dan *dividends* secara simultan

mengurangi *agency cost*. Namun demikian tidak ditemukan bukti bahwa *insider ownership* merupakan pengganti *leverage* dan *dividends* dalam mengontrol *agency costs*. Bathaa, Moon, dan Rao (1994) juga menguji sistem simultan *insider ownership* dan *leverage*, dan mereka juga memasukkan *institutional ownership* sebagai variabel independen. Mereka mengamati suatu sistem yang simultan, dengan *institutional ownership* berperan sebagai pengganti untuk *managerial ownership* dan *leverage*.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembalimasalah keagenan dan simultanisasi pembuatan keputusan keuangan (peranan kepemilikan lembaga). Diharapkan dengan mengetahui sistem simultanitas yang dapat terlihat melalui hubungan interdependensi variabel *dividends payout*, *leverage*, *insider ownership*, dan *institutional ownership*, *agency cost* dalam perusahaan dapat diminimalkan. Sebagai rumusan masalah, apakah terdapat simultanisasi pembuatan keputusan keuangan seperti *dividends payout*, *leverage*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* dapat meminimalkan *agency cost*?

Agency theory mengasumsikan bahwa individu memiliki sifat *individually rational* dan cenderung bertindak untuk kepentingannya sendiri. Manajemen merupakan agen dari pemegang saham/pemilik perusahaan, yang mengharapkan agen akan bertindak atas kepentingan mereka, sehingga mereka mendelegasikan wewenang kepada agen. Pemisahan antara manajer (*agent*) dan pemilik (*principal*) menyebabkan konflik kepentingan antar kedua pihak (*agency problems*).

Agency problem terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya, (Utama, 2002). *Asymmetric information* terdiri dari dua tipe. Tipe pertama adalah *adverse selection*, dimana pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibanding pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan jika tetap melakukan perjanjian, dia akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi. Tipe kedua adalah *moral hazard*. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik. *Moral hazard* menghambat operasi perusahaan secara efisien dan pada akhirnya akan menghambat efisiensi ekonomi secara keseluruhan.

Agency cost mencerminkan adanya perbedaan kepentingan (*divergence of interests*) antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*). Agen yang penghindar risiko (*risk averse*) dan cenderung mementingkan dirinya sendiri (*self-serving behavior*) akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) pada investasi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan, misalnya dengan melaksanakan proyek yang akan memberikan keuntungan pribadi meskipun perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk meningkatkan nilai perusahaannya. Tindakan yang merugikan perusahaan ini bisa terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*).menyangkut masalah yang berhubungan dengan organisasi, pemilik perusahaan kesulitan untuk mengetahui (*observe*) apakah agen sudah bertindak sebagaimana mestinya.

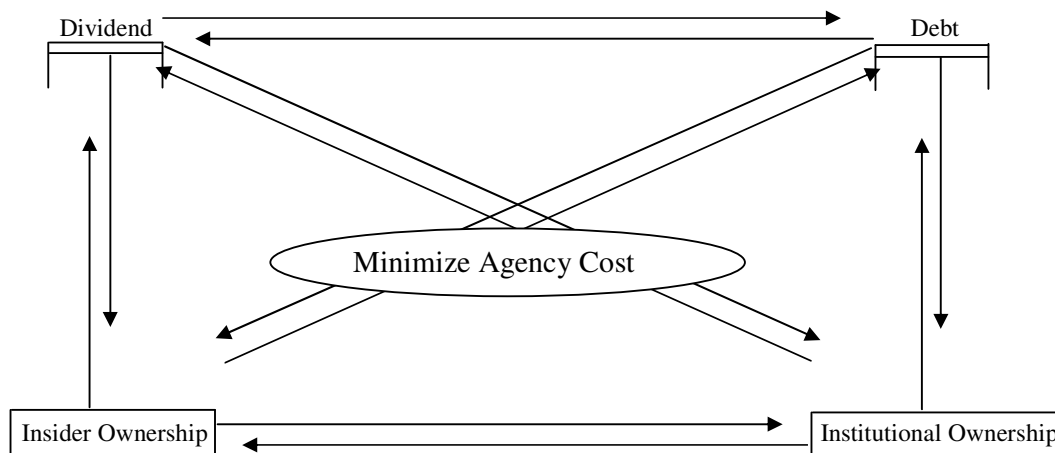
Utama (2002) menjelaskan bahwa *agency cost* yang ditimbulkan dari manajer dapat berbentuk sifat penghindar risiko dari manajer yang hanya mau menganalisis proyek berdasarkan risiko total bukan risiko unsistematis. Oleh karena itu, pemegang saham dapat menuntut kestabilan pembayaran dividen oleh manajer karena pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan eksternal.. Tetapi penerbitan utang melalui pasar modal membutuhkan biaya flotasi (*flotation cost*) yaitu biaya-biaya yang timbul dari penerbitan sekuritas seperti biaya administrasi, legal, atau broker sehingga lebih baik perusahaan menerbitkan utang sekaligus dalam skala besar dan

frekuensi yang lebih sering di pasar modal untuk mengganti penurunan laba perusahaan akibat pembayaran dividen. Walaupun tidak menimbulkan utang baru, pembayaran dividen melalui laba bersih dalam perusahaan akan mengurangi laba ditahan, yang pada akhirnya mengurangi ekuitas perusahaan. Hasil akhir yang diperoleh sama yaitu peningkatan utang dalam struktur modal perusahaan.

Untuk mengurangi *agency cost* diperlukan adanya pembayaran *dividend*. Akan tetapi pembayaran *dividend* ini akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran *dividend* akan mengurangi *cash flow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan atau pendanaan eksternal. Dengan adanya peningkatan utang oleh perusahaan secara tidak langsung dana internal perusahaan yang akan dialokasikan pada dividen yang diterima oleh pemegang saham akan mengalami kenaikan, karena kebutuhan untuk investasi perusahaan telah dipenuhi oleh dana eksternal.

Konflik keagenan adalah dengan memberikan insentif kepemilikan saham kepada manajer. Cara ini akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Meskipun demikian dengan tingginya persentase saham yang dimiliki oleh manajer, hal ini akan menyebabkan pengukuhan manajerial (*managerial entrenchment*). Manajer menjadi kukuh melalui mekanisme yang membuat mereka kebal akan disiplin dari pasar.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini menyatakan adanya hubungan interdependensi antara variabel *dividend*, *debt*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* dalam meminimalkan *agency cost*. Variabel *debt* dipengaruhi oleh variabel *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership*. Variabel *dividend* dipengaruhi oleh variabel *debt*, *insider ownership*, dan *institutional ownership*. Variabel *insider ownership* dipengaruhi oleh variabel *debt*, *dividend*, dan *institutional ownership*. Variabel *institutional ownership* dipengaruhi oleh variabel *debt*, *dividend*, dan *insider ownership*. Variabel-variabel yang memiliki hubungan interdependensi ini dapat meminimalkan *agency cost* yang terjadi didalam perusahaan.



Hipotesis

Terdapat hubungan interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, *dividend*, dan *institutional ownership* yang dapat meminimalkan biaya keagenan.

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2004. Penentuan sampelnya menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan memiliki saham yang dimiliki oleh manajemen atau terdapat data *insider ownership*.
2. Perusahaan memiliki saham yang juga dimiliki oleh lembaga/institusi. Atau ada data *institutional ownership*.
3. Perusahaan membayar *dividend* selama perusahaan menjalankan operasinya, jika pada suatu tahun tertentu *dividend* belum dibayarkan, hal ini mungkin diakibatkan oleh masalah lainnya.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel 48 perusahaan yang memenuhi kriteria.

Variabel Penelitian

- a. Variabel endogen dalam penelitian ini adalah *debt* (**DEBT**), *dividend payout* (**DIV**), *insider ownership* (**INSIDER**), dan *institutional ownership* (**INST**).

1) Debt

Variabel *debt* diukur dengan membagi utang jangka panjang dengan aset total. *Debt* digunakan dalam persamaan *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership*.

$$Debt = \frac{Long\ term\ debt}{Total\ asset}$$

2) Dividend payout

Merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*. Variabel ini digunakan dalam persamaan *debt*, *insider ownership*, dan *institutional ownership*.

$$DPR = \frac{Dividend\ per\ share}{Earning\ per\ share} \times 100\%$$

3) Insider ownership

Insider ownership didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Variabel ini digunakan dalam persamaan *leverage*, *dividend*, dan *institutional ownership*.

4) Institutional ownership

Institutional ownership diukur sebagai persentase saham yang dimiliki oleh lembaga, yang mana termasuk saham yang dimiliki melalui dana pensiun, reksadana, dan dana yang lainnya. Variabel ini digunakan dalam persamaan *leverage*, *dividend*, dan *insider ownership*.

- b. Variabel eksogen dalam penelitian ini adalah risiko (**RISK**), $RISK^2$, BETA, **ROA**, **SALESGROW**, **INVEST**, *fixed assets* (**FASSETS**), dan **SIZE**. Variabel ini sesuai dengan variabel eksogen dalam penelitian Crutchley et al.

1) Risk

Risiko merupakan koefisien variasi dari *net operating income* dibagi dengan *assets*. Variabel ini diukur sebagai standar deviasi dari pembeda pertama pada *net operating income to assets* dibagi dengan *mean net operating income to assets*. Penelitian ini juga memasukan $RISK^2$, karena dalam Crutchley et al., Kale et al. menghipotesiskan hubungan kuadratik antara *operating risk* dan *leverage*. Variabel ini digunakan dalam persamaan *leverage*, *dividend*, dan *insider ownership*.

$$SD = \sigma = \sqrt{\frac{(\text{Operating income}_t - \text{Mean operating income})^2}{N}}$$

$$\text{Koefisien variasi} = \frac{\text{Standar deviasi}}{\text{Mean operating income}}$$

2) Beta

Variabel beta adalah risiko sistematis dari sebuah perusahaan dan dimasukkan dalam persamaan *institutional ownership*.

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100\%$$

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \times 100\%$$

3) ROA

Variabel ROA diukur melalui *earnings before interest and taxes* dibagi dengan *total assets*. Variabel ini digunakan dalam persamaan *leverage*, *dividend*, dan *institutional ownership*.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Total assets}}$$

4) Sales growth

Sales growth adalah rata-rata dari pertumbuhan penjualan tahunan. Variabel ini digunakan dalam persamaan *dividend*.

$$\text{Sales growth} = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

5) Investment

Investment merupakan rata-rata dari investasi tahunan dalam pembelanjaan modal dibagi dengan aset. Variabel ini mewakili pertumbuhan yang akan datang dari penjualan. Variabel ini digunakan dalam persamaan *dividend*.

$$\text{Invest} = \frac{\text{Capital expenditure}}{\text{Total asset}_t}$$

$$\text{Capital expenditure} = \text{Total asset}_t - \text{Total asset}_{t-1}$$

6) Fixed assets

Fixed assets adalah rata-rata 3 tahunan dari rasio *fixed asset* dengan *total asset* dari perusahaan. Perusahaan yang memiliki proporsi *fixed assets* yang tinggi diharapkan dapat untuk mendapatkan uang secara mudah melalui pinjaman karena mereka memiliki *collateral valued assets* yang tinggi. Variabel ini digunakan dalam persamaan *leverage*.

$$Fasset = \frac{\frac{Fixed\ asset_t + Fixed\ asset_{t-1} + Fixed\ asset_{t-2}}{3}}{Total\ assets_t}$$

7) Size Firm

Variabel *size firm* merupakan log natural dari total aset, variabel ini digunakan baik dalam persamaan *insider ownership* dan *institutional ownership*.

$Size = \ln Total\ assets$

Pada penelitian initeknik analisis yang digunakan adalah metode analisis regresi linear berganda pada masing-masing persamaan Metode yang yang digunakan adalah kuadrat terkecil dua tahap (*two-stage least squares*) atau kuadrat terkecil tiga tahap (*three-stage least squares*). *Two-stage least squares* ini sesungguhnya merupakan estimasi yang dilakukan dua tahap dengan menggunakan OLS. Model penelitian ini sebagai berikut:

$$DEBT_i = \alpha_i + \beta_{1i} DIV_i + \beta_{2i} INSIDER_i + \beta_{3i} INST_i + \beta_{4i} RISK_i + \beta_{5i} RISK_i^2 + \beta_{6i} ROA_i + \beta_{7i} FASSETS_i + \varepsilon_i, \quad (1)$$

$$DIV_i = \alpha_i + \beta_{1i} DEBT_i + \beta_{2i} INSIDER_i + \beta_{3i} INST_i + \beta_{4i} RISK_i + \beta_{5i} RISK_i^2 + \beta_{6i} ROA_i + \beta_{7i} SALEGROW_i + \beta_{8i} INVEST_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$INSIDER_i = \alpha_i + \beta_{1i} DEBT_i + \beta_{2i} DIV_i + \beta_{3i} INST_i + \beta_{4i} RISK_i + \beta_{5i} RISK_i^2 + \beta_{6i} SIZE_i + \varepsilon_i, \quad (3)$$

$$INST_i = \alpha_i + \beta_{1i} DEBT_i + \beta_{2i} DIV_i + \beta_{3i} INSIDER_i + \beta_{4i} ROA_i + \beta_{5i} SIZE_i + \beta_{6i} BETA_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

Keterangan:

DEBT	= utang jangka panjang dibagi dengan total aset
DIV	= rasio antara <i>dividend per share</i> dengan <i>earning per share</i>
INSD	= persentase suara yang berkaitan dengan saham dan <i>option</i> yang dimiliki oleh manajer, direksi, dan komisaris suatu perusahaan
INST	= persentase saham yang dimiliki oleh lembaga
RISK	= koefisien variasi dari <i>net operating income</i> dibagi dengan <i>assets</i>
RISK ²	= koefisien variasi dari <i>net operating income</i> dibagi dengan <i>assets</i> lalu dikuadratkan
ROA	= rasio <i>earnings before interest and taxes</i> dengan <i>total assets</i>
FASSETS	= rata-rata 3 tahunan dari rasio <i>fixed asset</i> dengan <i>total asset</i> dari perusahaan
SALEGROW	= rata-rata dari pertumbuhan penjualan tahunan
INVEST	= rata-rata dari investasi tahunan dalam pembelanjaan modal dibagi dengan aset
SIZE	= log natural dari total aset
BETA	= risiko sistematis dari sebuah perusahaan

Dari keempat model persamaan simultan diatas akan dapat membuktikan hipotesis bahwa terdapat hubungan yang interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, *dividend*, dan *institutional ownership* yang dapat meminimalkan biaya keagenan. Hipotesis terbukti jika variabel *debt*, *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* signifikan pada semua persamaan.

ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis data diperoleh hasil regresi linear berganda pada masing-masing persamaan. Pada tabel 1 tampak bahwa tidak terdapat hubungan interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, *dividend payout*, dan *institutional ownership* yang dapat meminimalkan biaya keagenan. Sehingga simultanisasi pembuatan keputusan keuangan seperti *dividends payout*, *leverage*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang dapat meminimalkan *agency cost* tidak dapat dibuktikan pada penelitian ini.

Tabel 1.
Ikhtisar Hasil Regresi Linear Berganda

Variabel di Sebelah Kanan Persamaan	Variabel di Sebelah Kiri Persamaan			
	DEBT (1)	DIV (2)	INSD (3)	INST (4)
Konstanta	0.149 (1.001)	-0.061 (-0.565)	0.578 (2.960)*	1.386 (2.323)**
DEBT		-0.052 (-0.392)	0.049 (1.005)	-0.037 (-0.274)
DIV	-0.065 (-0.350)		0.043 (0.773)	0.352 (1.897)***
INSD	0.060 (0.125)	0.026 (0.064)		-0.842 (-1.846)***
INST	-0.142 (-0.857)	0.202 (1.414)***	-0.081 (-1.670)***	
RISK	0.040 (1.017)	-0.009 (-0.268)	0.007 (0.580)	
RISK ²	0.049 (2.417)**	-0.009 (-0.479)	-0.007 (-1.029)	
ROA	-0.070 (-0.141)	1.443 (3.819)*		-0.701 (-1.831)***
FASSETS	0.208 (1.378)***			
SALEGROW		-0.091 (-0.834)		
INVEST		-0.029 (-0.183)		
SIZE			-0.018 (-2.510)**	-0.027 (-1.204)
BETA				0.025 (0.417)
R ²	0.323	0.387	0.198	0.175
N = 48				

Keterangan: * Signifikan pada level 1%

** Signifikan pada level 5%

*** Signifikan pada level 10%

a. Persamaan *debt*

Pada persamaan *debt*, koefisien variabel *risk²* dan *fixed assets* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap koefisien variabel *debt*. Menurut Crutchley et al. (1999), dan Kale et al. (1991), *risk* merupakan biaya dari *leverage*, pada tingkat *leverage*

yang terus bertambah, biaya dari risk akan naik pada suatu titik tertentu saat tingkat *risk* menurun. Crutchley et al. (1999) dan Tandelilin (2002) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki proporsi *fixed assets* yang tinggi dapat lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki *collateral valued assets* yang tinggi.

Koefisien variabel *dividends payout*, *ROA* dan *institutional ownership* memiliki pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *debt*. Menurut Tandelilin (2002), pembayaran *dividend* akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran *dividend* akan mengurangi *cash flow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan atau pendanaan eksternal. Sedangkan perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan cenderung untuk mengurangi hutangnya karena perusahaan tersebut memiliki dana internal yang besar.

Untuk koefisien variabel *insider ownership*, dan *risk* terlihat adanya pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *debt*. Namun menurut Tandelilin (2002), *insider ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt*, karena penggunaan *debt ratio* yang tinggi dapat menggantikan penggunaan *insider ownership* dalam memecahkan masalah antara pemegang saham eksternal dan manajer. Sedangkan Tandelilin (2002) menjelaskan bahwa *risk* berhubungan positif dengan *debt*. Walaupun bertentangan dengan teori, tetapi menurut Tandelilin saat standar deviasi pengembalian saham digunakan sebagai proksi untuk risiko bisnis, terdapat kemungkinan bahwa kreditor tidak mempertimbangkan volatilitas pengembalian saham dalam memberikan hutang untuk perusahaan.

b. Persamaan *dividends payout*

Pada persamaan *dividends payout* tampak bahwa koefisien variabel *institutional ownership*, dan *ROA* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap koefisien variabel *dividends payout*. Menurut Tandelilin (2002) dan Moh'd et al. (1995), *dividend* yang tinggi dimaksudkan untuk menarik dan memberikan kompensasi atas peranan pengawasan mereka.

Sedangkan koefisien variabel *debt*, *risk*, *risk²*, *sales growth*, dan *invest* memiliki pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *dividends payout*. Tandelilin (2002) menyatakan bahwa pembayaran *dividend* akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran *dividend* akan mengurangi *cash flow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan atau pendanaan eksternal. Menurut Crutchley et al. (1999), perusahaan dengan risiko tinggi tidak ingin melakukan pembayaran *dividen* kas yang tinggi dan *invest* merupakan proksi dalam pertumbuhan penjualan di masa depan, dengan adanya investasi yang tinggi, dana untuk *dividen* berkurang. Chen and Steiner (1999) dan Jensen et al. (1992) menjelaskan bahwa saat pertumbuhan penjualan tinggi, perusahaan menggunakan pendapatannya (*income*) untuk tujuan investasi, dan menyediakan dana yang sedikit untuk *dividend*.

Untuk Koefisien variabel *insider ownership* menunjukkan pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *dividends payout*. Tandelilin (2002) menjelaskan bahwa *insiders* menggunakan *dividen* yang mereka terima untuk diinvestasikannya kembali ke perusahaan, dengan demikian akan meningkatkan kepemilikan mereka.

c. Persamaan *insider ownership*

Pada persamaan *insider ownership*, koefisien variabel *institutional ownership* dan *size* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap koefisien variabel *insider ownership*, Crutchley et al. (1999) dan Tandelilin (2002), menyatakan bahwa *institutional ownership* adalah alat monitor sebagai pengganti *insider ownership*, sedangkan *insiders*

tidak dapat memegang proporsi yang besar atas saham pada perusahaan besar karena adanya batasan modal pribadi (Crutchley et al., 1999).

Koefisien variabel *debt*, *dividend payouts*, dan *risk* memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *insider ownership*. Namun menurut Tandililin (2002), *insider ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt*, karena penggunaan *debt ratio* yang tinggi dapat menggantikan penggunaan *insider ownership* dalam memecahkan masalah antara pemegang saham eksternal dan manajer. Scholey and Barney (1994) menjelaskan tentang hubungan non-monotonic antara *insider ownership* dan kebijakan dividen, yang menyatakan bahwa naiknya *insider ownership* akan menurunkan *dividends payout* pada suatu titik tertentu, seiring naiknya *insider ownership* menyebabkan meningkatnya *dividends payout* dari titik tertentu tersebut. Sedangkan Gunoro Nupikso (2001) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang menginginkan agar risiko bisnis tetap tinggi, memerlukan keterlibatan *insiders* untuk mengontrol operasi perusahaan.

Untuk koefisien variabel *risk*² menunjukkan pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *insider ownership*. Hasil temuan ini bertentangan dengan hasil temuan Crutchley et al. (1999) yang menyatakan bahwa *risk*² memiliki hubungan yang positif terhadap *insider ownership* dan tidak mendukung hasil temuan Kale et al. (1991).

d. Persamaan *institutional ownership*

Pada persamaan *institutional ownership*, koefisien variabel *dividends payout* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap koefisien variabel *institutional ownership*, hasil ini membuktikan penelitian Crutchley et al. (1999) bahwa institusi memilih untuk berinvestasi pada perusahaan yang terdapat lebih banyak alat pengawasan.

Koefisien variabel *insider ownership*, dan *ROA* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap koefisien variabel *institutional ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa manajer mengurangi alat pengawasan internal yang mahal saat adanya penambahan pengawasan dari luar (Crutchley et al., 1999). O'Barr and Conley (1992) menjelaskan bahwa kecenderungan institusi untuk memilih perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi yang dapat memenuhi tanggung jawabnya pada para investornya.

Koefisien variabel *debt*, dan *size* memiliki pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *institutional ownership*. Ini menunjukkan bahwa manajer akan mengurangi tingkat hutang pada perusahaan saat adanya *institutional ownership* dan institusi nampak membeli perusahaan yang lebih kecil saat variabel yang lain seperti *insider ownership*, *dividends payout*, dan *debt* dalam keadaan konstan (Crutchley et al., 1999).

Koefisien variabel *beta* memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap koefisien variabel *institutional ownership*. O'Brien and Bhushan (1990) menemukan *beta* memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap perubahan *institutional ownership*. Jika manajer institusi mencoba untuk mencapai pengembalian yang tinggi atas portofolio mereka agar mendapatkan kompensasi yang tinggi, mereka harus berinvestasi pada saham berisiko tinggi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisa terbukti bahwa tidak ada hubungan interdependensi antar variabel-variabel yang diteliti, karena tidak semua variabelnya signifikan pada setiap persamaan yang ada. Atau dapat disimpulkan bahwa tidak ada simultanisasi pembuatan keputusan keuangan seperti *dividend payout*, *leverage*, *insider ownership* dan *institutional ownership* yang dapat meminimalkan *agency cost*.

Dengan masih ditemukannya kontradiksi hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya, maka diharapkan peneliti selanjutnya dapat lebih mengembangkannya melalui penambahan sampel, memperpanjang periode atau bahkan menambah variabel baru.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica, dan Silvy, Meliza, (2006), Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan *Leverage* terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, vol. 6, No. 1.
- Ciceksever, Burak, Kale, Jayant R., Ryan, Harley E. Jr., (2006), Corporate Governance, Debt, and Activist Institutions, *The Journal of Finance*, April 19.
- Crutchley, C.E, Jensen, Marlin R.H, Jahera, John S., and Raymond, Jennie E, (1999), Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*, 8:2, 177-197.
- Susilawati, C.E. ,2000, Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, No. 5, pp. 111-126.
- Harvey, R. Campbell, Lins, Karl V., Roper, Andrew H. , (2003), The Effect of Capital Stucture when Expected Agency Costs are Extreme. *Journal of Financial Economics*
- Kaaro, Hermeindito, (2003), Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi Berbasis Peluang Investasi dan Kendala Keuangan: Pembuktian Empiris dalam Kondisi Normal dan Kondisi Krisis. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. IX No. 1 Maret, pp. 15-34.
- Kale, Jayant, Noe, Thomas, and Ramirez, Gabriel, (1991), The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5 (Dec), pp. 1693-1715.
- Mahadwartha, Putu Anom, (2002), The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and leverage Policy: Indonesian Firms, <http://ssrn.com/abstract=637061>

- Nupikso, Gunoro ,(2001), Hubungan Antara Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Dividend Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). <http://psi.ut.ac.id/Jurnal/111gun.htm>
- Sartono, Agus, (2001), Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypotheses atau Pecking Order Hypotheses? *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Faculty of Economics, UGM. Vol. 16, Januari.
- Sartono, Agus, (2001), Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*). *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, No. 6, 2001, pp. 107-119.
- Tandelilin, E. dan Wilberforce, T, (2002), Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict? *Gadjah Mada International Journal of Business*, January, Vol. 1, No. 1, pp. 31-43.
- Utama, Chynthia A, (2002), Tiga Bentuk "Masalah Keagenan (*Agency Problem*)" dan Alternatif Pemecahannya, *Usahawan* No. 12 Thn XXXI Desember.
- Wahyudi, Untung dan Pawestri, Hartini Prasetyaning, (2006), Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, Padang 23-26 Agustus 2006.